

## 绿盟科技 (300369.SZ) 业绩超预期，渠道战略成效不断验证

2021年07月14日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈宝健 (分析师)

刘逍遥 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

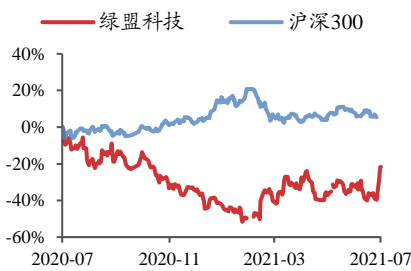
liuxiaoyao@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790520090001

日期	2021/7/14
当前股价(元)	19.60
一年最高最低(元)	26.34/11.99
总市值(亿元)	156.47
流通市值(亿元)	143.93
总股本(亿股)	7.98
流通股本(亿股)	7.34
近3个月换手率(%)	100.02

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 安全技术尖兵，有望迎来发展新阶段，维持“买入”评级

公司逐渐步入收入增速提升与净利率提升的新阶段。我们维持公司 2021 年-2023 年归母净利润预测为 4.19、5.58、7.47 亿元，EPS 为 0.53、0.70、0.94 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 37.3、28.0、20.9 倍，维持“买入”评级。

### ● 业绩超预期，渠道战略成效不断验证

公司发布 2021 年中报业绩预告，预计实现营业收入 7.55-7.85 亿元，同比增长 37.33%-42.79%，较 2019 年同期增长 44.89%~50.65%。其中 Q2 单季度实现收入 5.12-5.42 亿元，同比增长 33.0%-40.8%，较 2019 年同期增长 55.2%-64.2%。公司实现归母净利润 0-1,200 万元，2020 年同期为亏损 3,088.41 万元，同比大幅扭亏。整体来看，公司收入和利润均实现高速增长，超出我们此前预期，我们认为公司内部渠道体系的改革成效正在逐渐验证。

### ● 组织架构不断优化，渠道战略逐渐步入收获期

公司从 2019 年开始不断优化组织架构、考核体系和系统流程，加速推进渠道转型落地。2020 年的渠道订单额接近 15 亿元，其中包括三分之一的合作伙伴自产单。2021 年公司增加了商业合作伙伴，行业合作伙伴、生态合作伙伴、云合作伙伴类型，渠道建设进一步深化。同时，神州数码已与公司签署合作协议，正式成为公司总经销商。

### ● 正式推出 SASE 服务，实现技术和服务模式上的突破

上半年公司正式推出 SASE 服务，PoP 节点分布全球，云上集成 SD-WAN 网络服务和多种安全服务（包括零信任访问控制、云安全网关、云威胁防护等），为客户提供网络和安全一体化 SaaS 服务。2021 年绿盟科技推出 SASE 的两大核心 SaaS 服务，分别是私有应用访问服务（NPA）和互联网安全访问服务（NIA）。SASE 服务的发布，证明了公司在技术和服务模式上创新能力。

### ● 风险提示：核心人员流失风险；海外市场拓展风险；疫情影响公司业务风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,671	2,010	2,678	3,454	4,299
YOY(%)	24.2	20.3	33.2	29.0	24.5
归母净利润(百万元)	227	301	419	558	747
YOY(%)	34.8	32.9	39.2	33.1	33.8
毛利率(%)	71.7	70.4	70.7	70.8	70.9
净利率(%)	13.6	15.0	15.7	16.2	17.4
ROE(%)	6.7	8.6	10.9	12.8	14.8
EPS(摊薄/元)	0.28	0.38	0.53	0.70	0.94
P/E(倍)	69.1	51.9	37.3	28.0	20.9
P/B(倍)	4.6	4.5	4.1	3.6	3.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2974	3161	5227	5578	6538
现金	1212	637	1761	2231	2707
应收票据及应收账款	1149	1297	2050	2013	2286
其他应收款	68	53	125	72	214
预付账款	21	19	39	34	56
存货	53	65	97	106	147
其他流动资产	472	1090	1155	1121	1127
<b>非流动资产</b>	1108	1213	1174	1206	1211
长期投资	30	34	46	58	69
固定资产	105	233	277	324	368
无形资产	247	256	216	170	122
其他非流动资产	726	691	634	655	653
<b>资产总计</b>	4082	4374	6400	6784	7749
<b>流动负债</b>	662	824	2504	2382	2656
短期借款	135	33	648	522	33
应付票据及应付账款	181	235	287	385	450
其他流动负债	347	556	1569	1475	2173
<b>非流动负债</b>	38	54	43	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	38	54	43	46	46
<b>负债合计</b>	700	878	2547	2428	2702
少数股东权益	-1	-1	-1	-0	0
股本	798	798	798	798	798
资本公积	1381	1390	1390	1390	1390
留存收益	1246	1461	1787	2226	2811
<b>归属母公司股东权益</b>	3383	3497	3854	4357	5047
负债和股东权益	4082	4374	6400	6784	7749

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	346	446	672	819	1161
净利润	226	301	419	558	747
折旧摊销	106	111	94	102	117
财务费用	-10	-4	-2	-7	-23
投资损失	-44	-40	-48	-48	-59
营运资金变动	17	-3	123	123	279
其他经营现金流	52	81	85	90	100
<b>投资活动现金流</b>	-206	-744	-55	-176	-204
资本支出	175	171	4	-1	-4
长期投资	-16	0	-12	-11	-11
其他投资现金流	-47	-573	-63	-189	-219
<b>筹资活动现金流</b>	-82	-113	-67	-46	-33
短期借款	-104	-102	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-2	0	0	0	0
资本公积增加	-1	9	0	0	0
其他筹资现金流	24	-20	-67	-46	-33
<b>现金净增加额</b>	62	-421	509	596	966

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1671	2010	2678	3454	4299
营业成本	473	594	784	1008	1252
营业税金及附加	17	23	30	39	49
营业费用	596	611	771	984	1204
管理费用	120	137	201	249	301
研发费用	311	357	495	629	765
财务费用	-10	-4	-2	-7	-23
资产减值损失	-9	-3	-3	-4	-5
其他收益	91	82	80	82	80
公允价值变动收益	-6	12	-82	-90	-99
投资净收益	44	40	48	48	59
资产处置收益	-0	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	239	336	441	587	785
营业外收入	1	1	1	1	2
营业外支出	4	3	4	6	7
<b>利润总额</b>	236	333	438	583	780
所得税	10	32	18	24	32
<b>净利润</b>	226	301	419	558	747
少数股东损益	-0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	227	301	419	558	747
EBITDA	313	427	517	660	839
EPS(元)	0.28	0.38	0.53	0.70	0.94

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.2	20.3	33.2	29.0	24.5
营业利润(%)	28.6	40.5	31.3	33.1	33.8
归属于母公司净利润(%)	34.8	32.9	39.2	33.1	33.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	71.7	70.4	70.7	70.8	70.9
净利率(%)	13.6	15.0	15.7	16.2	17.4
ROE(%)	6.7	8.6	10.9	12.8	14.8
ROIC(%)	5.6	8.0	8.9	10.9	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	17.1	20.1	39.8	35.8	34.9
净负债比率(%)	-31.1	-16.2	-28.1	-38.5	-52.4
流动比率	4.5	3.8	2.1	2.3	2.5
速动比率	4.4	3.7	2.0	2.3	2.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.7	2.0
应付账款周转率	3.2	2.9	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.38	0.53	0.70	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.56	0.84	1.03	1.46
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.38	4.83	5.46	6.32
<b>估值比率</b>					
P/E	69.1	51.9	37.3	28.0	20.9
P/B	4.6	4.5	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	45.1	32.8	26.1	19.5	14.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn